中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·A股公司简评　　通信

密码业务保持稳健，积极拓展车联网、卫星互联网业务

电科网安(002268.SZ)

核心观点

由于客户端资金预算及项目落地周期较长，公司 2024 年经营面临较大压力，但随着公司降本增效的推进，2024 年仍然实现了盈利。展望 2025 年，随着《密码法》、《商用密码管理条例》、关键信息基础设施安全保护制度等相关政策推动，商用密码行业总体呈现增长态势，公司加大价值客户拓展，重点突破公安、运营商、医院、疾控、电力等行业，力争密码业务的良好发展。同时，公司基于密码行业的优势，积极拓展数据安全、车联网、低轨卫星互联网等相关业务。

事件

近日，公司发布 2024 年报及 2025 年一季报，2024 年营业收入 24.67 亿元，同比下降 19.71%；归母净利润 1.58 亿元，同比下降 54.65%；扣非归母净利润 1.02 亿元，同比减少 66.23%。2025Q1 营业收入 1.48 亿元，同比增长 15.68%；归母净利润-1.35 亿元，同比增长 30.40%；扣非归母净利润-1.42 亿元。

简评

1、2024Q4 费用控制良好，业绩较好释放。

2024 年营业收入 24.67 亿元，同比减少 19.71%；归母净利润 1.58 亿元，同比减少 54.65%；扣非归母净利润 1.02 亿元，同比减少 66.23%。2024 年毛利率 40.77%，同比下降 1.56pct，其中密码产品毛利率同比下降 5.49pct；网络安全产品毛利率同比下降 3.10pct。其中 2024Q4 公司经营情况较好，2024Q4 公司营业收入 14.75 亿元，同比增长 9.12%；归母净利润 3.71 亿元，同比增长 36.16%，主要是公司 2024Q4 费用率控制较好，期间费用率同比下降 6.21pct。2025Q1 公司营业收入 1.48 亿元，同比增长 15.68%；归母净利润-1.35 亿元。整体来看，受限于客户端资金预算及项目落地周期，公司项目落地和转化难度加大，公司 2024 年经营面临较大压力，但随着公司降本增效的推进，2024 年仍然实现了盈利。同时公司基于密码行业的优势，积极拓展数据安全、低轨卫星互联网等相关业务。

2、公司系老牌密码厂商，持续突破重点行业。

公司是最早从事密码技术研究和产品研制的企业之一，技术、产品体系齐全，长期服务于国家党政机关以及金融、能源等行业客户。拥有商用密码产品认证目录中的大部分产品；现有 70 余个型号的密码产品通过商密资质认证，是国内拥有商密认证产品数

首次评级　买入

阎贵成
yanguicheng@csc.com.cn
010-56135172
SAC 编号:S1440518040002
SFC 编号:BNS315
刘永旭
liuyongxu@csc.com.cn
010-56135169
SAC 编号:S1440520070014
SFC 编号:BVF090
曹添雨
caotianyu@csc.com.cn
010-56135167
SAC 编号:S1440522080001

发布日期：　2025 年 05 月 28 日

当前股价：　15.51 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
6.67/0.43	-11.62/-12.78	-11.47/-18.30

12 月最高/最低价（元）	20.51/11.54
总股本（万股）	84,567.70
流通 A 股（万股）	84,542.99
总市值（亿元）	131.16
流通市值（亿元）	131.13
近 3 月日均成交量（万）	1152.43
主要股东	
中国电子科技网络信息安全有限公司	32.96%

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

量最多的安全厂商之一。公司主要产品包括嵌入式安全 SE IP 核、安全 SoC 芯片、软件密码模块、服务器密码机、签名验签服务器等。近几年由于《密码法》、《商用密码管理条例》、关键信息基础设施安全保护制度等相关政策推动，商用密码行业总体呈现增长态势。但受限于各行业推进节奏、预算安排等，商密设施的部署呈现一定的周期性。2024 年公司密码产品收入 14.23 亿元，收入同比下降 3.53%。展望 2025 年，公司加大价值客户拓展，重点突破公安、运营商、医院、疾控、电力等行业，力争密码业务的良好发展。

3、积极拓展车联网、低轨卫星互联网等新兴业务，有望打开第二增长曲线。

在持续加大密码等核心领域研发投入的同时。公司也积极培育车联网、卫星互联网等新业务。卫星互联网安全方面，支撑国家低轨卫星互联网星座体系密码应用创新，助力卫星互联网密码保障体系构建，围绕卫星终端、卫星自身、天地链路、地面设施、应用和数据等各方面安全需求，打造地面端的数据密码机、星端的安全组件以及安全管理中心等系列密码及安全产品，已经实现应用试点，随着后续卫星互联网组网工作推进，公司相关产品有望放量。车联网安全方面，公司围绕“车、路、云、网、图”的一体化安全需求，开展网联汽车安全技术研究和产品研制。安全芯片通过 AEC-Q100 车规级可靠性试验检测 Grade3 认证；基于 V2X 数字证书管理系统和证书互信平台等产品形成 V2X 证书认证体系；完成了地理信息安全组件等关键产品的研制，实现了自动驾驶高精度地图中地理信息保密处理和商用密码技术的深度融合与产品创新。

4、盈利预测与投资建议。

受限于客户端资金预算及项目落地周期，公司 2024 年经营面临较大压力，但随着公司降本增效的推进，2024 年仍然实现了盈利。展望 2025 年，随着《密码法》、《商用密码管理条例》、关键信息基础设施安全保护制度等相关政策推动，商用密码行业总体呈现增长态势，公司加大价值客户拓展，重点突破公安、运营商、医院、疾控、电力等行业，力争密码业务的良好发展。同时公司基于密码行业的优势，积极拓展数据安全、车联网、低轨卫星互联网等相关业务。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 2.38 亿元、3.40 亿元、4.30 亿元，对应 PE 54.53X、38.13X、30.20X，给予“买入”评级。

图表：主要财务数据估

单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3072.78	2467.27	2891.96	3263.63	3673.93
增长率(%)	-10.62%	-19.71%	17.21%	12.85%	12.57%
归属母公司股东净利润	348.76	158.15	237.88	340.22	429.60
增长率(%)	13.74%	-54.65%	50.42%	43.02%	26.27%
销售毛利率	42.33%	40.77%	41.13%	41.92%	42.31%
销售净利率	11.25%	6.41%	8.23%	10.43%	11.70%
市盈率(P/E)	37.20	82.03	54.53	38.13	30.20

资料来源：wind，中信建投

5、风险提示。

政策落地不及预期，近年来《密码法》、《商用密码管理条例》等政策陆续落地，但是部分行业客户受预算限制，在密码设备的采购和替换过程中，进度较慢，影响公司收入。新业务拓展不及预期，卫星互联网业务受发星节奏影响，短期内收入存在一定的不确定性。车联网业务竞争或加剧，或影响毛利率。若量化测算公司密码产品毛利率变化对整体净利润影响，假设 2025 年密码产品毛利率为 52%，对应公司归母净利润为 2.38 亿元，若 2025 年密码产品毛利率同比降低 1pct、2pct、3pct，则对应净利润将相较于原假设降低 5.9%、11.8%、17.6%。

公司作为原告与北京中宏瑞德投资管理中心（有限合伙）、北京金丰科华房地产开发有限公司存在诉讼，暂无法确定该诉讼案件对公司本期利润或期后利润的影响。

分析师介绍

阎贵成

中信建投证券通信行业首席分析师，北京大学学士、硕士，近 8 年中国移动工作经验，9 年多证券行业研究工作经验。目前专注于人工智能、云计算、物联网、卫星互联网、5G/6G、光通信等领域研究，曾多次获得证券行业各大评选的通信行业第一名，如新财富、水晶球、金麒麟、上证报、Wind 等。

刘永旭

通信行业联席首席分析师，南开大学学士、硕士，曾从事军工行业研究工作，2020 年加入中信建投通信团队，主要研究云计算 IDC、工业互联网、通信新能源、卫星应用、专网通信等方向。2020-2021 年《新财富》、《水晶球》通信行业最佳分析师第一名团队成员。

曹添雨

中信建投证券通信行业分析师，中央财经大学硕士，曾在国家电网从事信息通信工作，2020 年加入中信建投通信团队，2020-2021 年《新财富》、《水晶球》通信行业最佳分析师第一名团队成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15％以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15％以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610） 56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528 号南塔 2103 室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk